



TITLE:

キャッシュ・フロー情報を中心とした財務情報に基づく簡潔な企業評価手法の探究(Abstract_要旨)

AUTHOR(S):

野田, 典秀

CITATION:

野田, 典秀. キャッシュ・フロー情報を中心とした財務情報に基づく簡潔な企業評価手法の探究. 京都大学, 2018, 博士(経済学)

ISSUE DATE:

2018-09-25

URL:

<https://doi.org/10.14989/doctor.k21324>

RIGHT:

学位規則第9条第2項により要約公開

(続紙 1)

| | | | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|----|-------|
| 京都大学 | 博士（経済学） | 氏名 | 野田 典秀 |
| 論文題目 | キャッシュ・フロー情報を中心とした財務情報に基づく簡潔な企業評価手法の探究 | | |
| <p>（論文内容の要旨）</p> <p>本論文は、学術的にも実務的にも注目が高まっている企業価値評価の分野において、とくに財務的に困窮な状態にある企業とキャッシュ・フロー情報に焦点をあて、定量的な分析と事例分析を行ったものである。</p> <p>第1章は、研究の問題意識と概要が述べられている。現実の世界では直接的・間接的な倒産コストが存在するため、倒産を回避するための再交渉や債務免除・債権放棄などを含む経営の再生が行われることになる。経営再生を成功させ倒産コストを低減するためには、財務的困窮というシグナルを早期に発見して、迅速に再生や再建プロセスに着手することが好ましい。そのためには、利害関係者間で合意しやすい指標を用いて、企業が財務的困窮にあるか否かを判断することが必要になる。本研究では、会計処理の影響を受けにくいキャッシュ・フロー情報を用いて企業の財務的困窮の程度を評価するモデルを提示し、その有益性を定量的に検証する。</p> <p>第2章は、本研究と同じ問題意識をもつ先行研究の紹介である。倒産企業と類似の非倒産企業の財務特性を比較するペアサンプル法による初期の研究、多変量解析による判別モデル、ロジットモデル推定、SAF (Simple Analysis of Failure) モデルなどの先行研究が詳しく説明されている。とくに、近年の日本のデータを対象とした SAF モデルは、企業の利害関係者が利用しやすく認知度が高いモデルであることが述べられている。しかしながら、SAF モデルは、会計制度の変更や経済環境の変化に応じてモデルの修正を行う必要がある。また、適用するデータセットによって、推定係数や臨界値が大きく異なるという短所がある（SAF モデル(1999)の臨界値＝0.38, SAF モデル(2002)の臨界値＝0.68）。</p> <p>第3章では、本研究における財務的困窮企業の評価・判別モデルが提示される。本研究では、先行研究に加え、中小企業倒産防止共済法等の制度上の定義や信用調査機関の定義を詳細に調査した結果、更正手続き、民事再生、破産、債務超過、銀行取引停止のいずれかの状態に陥った企業を倒産企業サンプルとする。また、本研究のモデルは、企業価値評価における重要なファクターであるキャッシュ・フローと経常損益（収益性）に焦点をあてたものである。先行研究でも示されているように、数期間にわたるキャッシュ・フローのパターンに注目することで、企業の経営状態を分析することができる。また、通常の企業価値評価では営業利益が用いられるが、財務的に困窮な企業を分析する場合は、有利子負債の支払利息を含む経常損益の方が適している。これらの理由から、本研究では、複数期間におけるキャッシュ・フローと経常損益の符号を 16 パターンに分類し、財務的な困窮状態を評価し判別するモデルを導いている。</p> <p>第4章は、上場企業のデータを用いたモデルの検証である。サンプルを倒産サンプルと非倒産サンプルに分類し、直前期の財務データのみを用いた評価・判別モデルを適用した結果、財務的困窮状態と評価された企業が倒産に陥る確率と、健全と評価された企業が倒産しなかった確率の合計は 0.95 を上回っており（誤判断は 0.05 未満）、先行研究以上の予測精度を得ることができた。誤判断したサンプルを事例分析した結果、最も大きな原因は、経常損益の符号情報であることが明らかになった。財務的困窮企業を評価する場合、利益の質をチェックする必要があるといえる。過去3年間のデータを用いた場合、実際に倒産した企業が（過去3年間に）財務的困窮な状態ではないと誤判別された確率はゼロであった。</p> <p>第5章では、まとめと課題が述べられている。また補論として、本研究によって著者が取得した特許が紹介されている。</p> | | | |

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、キャッシュ・フロー情報に注目して、財務的困窮な状態にある企業を評価するモデルを提示し、実際のデータによってモデルの説明力を検証した研究をまとめたものである。第1章で述べられているように、2000年以降は民事再生型の倒産処理案件が増加している。上場企業においても、経営不振による上場廃止件数が増えている。そのため、取引先や投資家など企業の利害関係者にとって、倒産リスクに備えたり、倒産に伴うコスト（連鎖倒産や投資による損失）を回避したりすることの重要性が高まっている。また、倒産に至るまでの期間に合理的な再交渉が行われれば、倒産に伴う諸コストを削減し、社会的な損失を抑制することも可能である。このような観点から、本論文があつかう研究テーマは意義があるといえる。第2章で説明されているように、本論文と同様のテーマをとりあげた先行研究の多くは、損益計算書と貸借対照表の項目を組み合わせた複数の指標を用いている。また、検証するデータセットにおいて説明力が高いモデルを提示しているが、他のデータセットに適用する際には、モデルを推定し直す必要がある。例えば、広く認知されているSAFモデルでは、サンプル期間が1986－1996年のSAF (1999) とサンプル期間が1993年－2001年のSAF (2002) の臨界値が異なっている。このことは、SAFモデル (1999) の結果を用いて1997年－2001年のサンプルを分析すると、財務的困窮の程度を誤って評価する可能性が高いことを意味している。

本論文が提示するモデルは、フリー・キャッシュ・フローをベースとする現代のバリュエーション理論と整合性が高いキャッシュ・フロー情報を重視したものになっており、先行研究と差別化ができています。また、本論文の評価モデルは、キャッシュ・フローと経常損益の符号のパターンに注目したものであり、データセットごとに係数や臨界値が異なるという先行研究の問題点の一部を克服している。これらの点から、本論文の研究は学術的な貢献があると評価できる。定量的な検証（第4章）では、過去1年間のデータを用いたモデルの説明力が先行研究に匹敵することが示されている。過去3年間のデータを適用した場合、倒産に陥ったすべての企業が、財務的困窮状態と評価されたサブサンプルに属していたことも確認されている。このように、本論文のモデルは実用性においても優れている。本論文のモデルの一部が、先行技術調査と新規性・進歩性等の公正な判断を得て、特許を取得していることも評価することができる。

しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。財務的困窮な状態は、企業のレバレッジ政策や資産の流動性などにも影響されるため、貸借対照表の情報を取り入れることで説明力が高まる可能性がある。また、本論文は、データの利用可能性と信憑性から上場企業を対象に検証しているが、キャッシュ・フロー情報に焦点を絞るのであれば、日本の未上場企業や海外企業を対象にした検証も可能であると考えられる。事業承継やM&A増加という現象を受けて、未上場中小企業の財務的な健全性（困窮の程度）を評価することのニーズは高まると考えられるため、本論文のモデルを未上場企業に適用することは、今後の課題であろう。

ただし、これらの諸問題は、今後の研究において取り組むべき課題を示したものであって、いずれも本論文の学術的価値を損なうものではない。よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。平成30年8月17日に論文の内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。